

Doit-on s'attendre à une nouvelle crise financière ? Si oui, peut-on y parer ?

François Morin¹

L'objet de cette présentation est de faire le point sur la situation de l'endettement public mondial et des risques que celui-ci peut comporter pour la stabilité monétaire et financière internationale. La dette publique mondiale s'est en effet considérablement accentuée à la suite de la crise financière de 2007/2008. Le constat est maintenant établi : le « surendettement » actuel des Etats se concentre surtout dans les pays économiquement les plus développés. Pour certains de ces pays, les dettes sont mêmes devenues insoutenables, ou risquent de l'être, en raison de la faible croissance économique et de déficits publics persistants (voir le tableau 1).

Ce contexte difficile est-il alors propice à la survenue d'une nouvelle crise économique ou bien, pire encore, d'un nouveau cataclysme financier ? « Le véritable problème, écrit Paul Krugman, le 3 février dernier, c'est que les économies mondiales aisées – les États-Unis, la zone euro, ainsi que d'autres acteurs plus modestes – ont échoué à régler leurs propres faiblesses sous-jacentes. Bien évidemment, face à un secteur privé qui veut économiser trop et ne pas investir suffisamment, nous avons mené des politiques d'austérité qui renforcent l'intensité de la dépression ²».

Le signal d'alarme est donné depuis plusieurs mois par certains qu'on ne peut soupçonner de propos démagogiques. Ainsi, Jean-Claude Trichet, l'ancien dirigeant de la banque Centrale Européenne (BCE) déclarait-il au journal *Le Monde*, le 14 septembre 2013, à propos de l'insuffisance de la régulation financière : « Il est essentiel que les autorités publiques et les

¹ Professeur émérite de l'Université de Toulouse, ancien membre du Conseil Général de la Banque de France et du Conseil d'Analyse Economique (CAE) auprès du Premier ministre. Dernier livre : *La grande saignée, contre le cataclysme financier à venir*, Lux éditeur, octobre 2013.

² Chronique du *New York Times* du 3 février 2014.

responsables privés utilisent le répit donné par les banques centrales pour mettre leurs affaires en ordre (...). Sinon, la période présente n'aura servi qu'à préparer la prochaine crise » .

Plus récemment, le 15 janvier 2014, Christine Lagarde, la directrice du Fonds Monétaire International (FMI) prévenait, le 15 janvier dernier, que le risque majeur pouvait être un piège déflationniste à la façon du Japon.: « Alors que l'inflation reste en dessous de la cible des banques centrales, nous voyons un risque croissant de déflation, qui pourrait avoir des conséquences désastreuses sur la reprise ». Elle mentionne ensuite le danger qui fait frémir les banquiers centraux, tant il est délicat à enrayer : 'Si l'inflation est le génie, alors la déflation est l'ogre qu'il faut combattre avec vigueur ».

Le lien entre déflation et dette mérite d'être précisé ici. Si, dans un premier temps, la déflation favorise le pouvoir d'achat, l'atonie des prix, lorsqu'elle s'installe, risque de se muer en spirale déflationniste ravageuse : les ménages reportent leurs achats, ce qui réduit les commandes des entreprises, pénalisant ainsi salaires, investissement et croissance. Mais surtout, le tassement des prix fait mécaniquement grimper les taux d'intérêt réels auxquels les États empruntent. Cela ralentit alors le processus de désendettement des pays les plus fragiles. Les taux d'intérêt réels deviennent en effet plus élevés et par conséquent alourdissent l'endettement.

Allant dans le même sens, le service d'étude de la Banque Natixis prévoyait en janvier dernier plusieurs risques majeurs pour 2014 et en tout premier lieu une croissance nettement inférieure aux attentes en Europe et particulièrement en France et en Italie (voir le tableau 2), mais surtout, le retour de la crise des dettes souveraines dans la zone euro avec une dynamique divergente des taux d'endettement publics. Et s'il y a retour de la crise des dettes souveraines dans la zone euro, la contagion de cette crise s'accroîtra sur les marchés des pays émergents (déficits extérieurs, croissance plus faible de ces pays), et probablement au reste du monde³.

Il faut donc s'attendre à une année particulièrement dangereuse, car le risque lié à un éclatement de la bulle obligataire mondial apparaît considérable, d'autant que les perspectives de croissance de l'économie mondiale restent relativement atones. La suite de cette présentation est ainsi consacrée aux causes de l'instabilité systémique actuelle et à l'analyse des conséquences qui surviendraient si un nouveau cataclysme financier

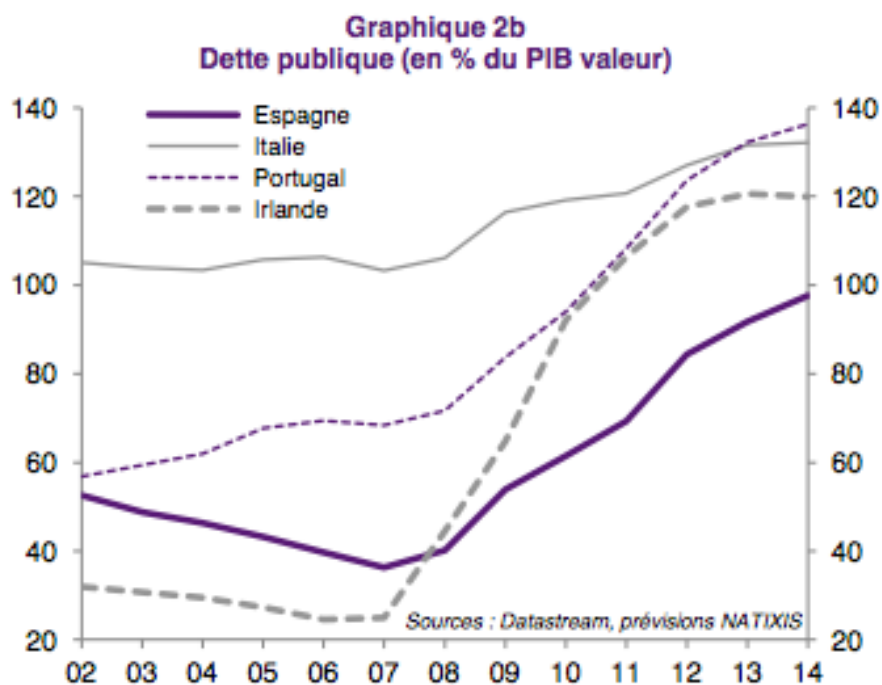
³ Natixis, Flash Economie, janvier 2014

devait se déclencher, avec comme question complémentaire, comment y parer ?

Tableau 1 – FMI : Taux de croissance Janvier 2014

	2012	2013	Projections	
			2014	2015
Production mondiale 1	3,1	3,0	3,7	3,9
Pays avancés	1,4	1,3	2,2	2,3
États-Unis	2,8	1,9	2,8	3,0
Zone euro	-0,7	-0,4	1,0	1,4
Allemagne	0,9	0,5	1,6	1,4
France	0,0	0,2	0,9	1,5
Italie	-2,5	-1,8	0,6	1,1
Espagne	-1,6	-1,2	0,6	0,8
Japon	1,4	1,7	1,7	1,0
Royaume-Uni	0,3	1,7	2,4	2,2
Canada	1,7	1,7	2,2	2,4
Autres pays avancés	1,9	2,2	3,0	3,2

Tableau 2



1 - Crises systémiques : une logique de la finance globalisée

Depuis que les marchés financiers sont devenus globalisés durant la décennie 1990, les crises systémiques se sont multipliées et aggravées dans le temps. Le choc systémique de 2007-2008 vient après d'autres crises qui ont jalonné les 20 dernières années (cf. les crises mexicaine, asiatique, russe argentine, turque, sans oublier la bulle internet). Tentons de comprendre la logique qui est à l'œuvre au sein de ces crises. Pour entamer cette analyse, examinons d'abord les causes immédiates qui ont été à l'origine de la dernière crise financière.

Deux facteurs vont se conjuguer à la fin de l'année 2006 et provoquer, dès la fin de l'année 2007, l'onde de choc systémique sur la planète finance : le relèvement des taux d'intérêt des « fed funds » américains d'une part et l'effondrement des prix de l'immobilier aux Etats-Unis, d'autre part. L'enchaînement suivant va alors se précipiter : d'un côté les créances immobilières subprimes vont perdre leur valeur ; et de l'autre côté les titres représentatifs de ces créances (les CDO, Collateralized Debt Obligation, en français : « obligation adossée à des actifs ») vont suivre le même chemin.

Mais, l'élément déterminant est le suivant : ces titres avaient été intégrés dans des constructions pyramidales complexes pour former de nouveaux titres, si bien que l'effondrement de la valeur des créances subprime s'est diffusé à une très grande échelle provoquant des pertes de valeur dans le bilan des détenteurs de ces titres. Or, la plupart d'entre eux étaient détenus par les plus grandes banques pour leur compte propre. Ces titres sont devenus alors « toxiques » et vont donc diminuer les fonds propres des plus grandes institutions bancaires mondiales. L'enchaînement de la crise devient alors inévitable : blocage des marchés interbancaires, crise du crédit, effondrement des perspectives de croissance, faillites bancaires, récession, augmentation du chômage.

Que nous apprend cette crise ? Au cœur du processus se nichent des produits financiers dérivés, les CDO, qui vont être les propagateurs de la crise à l'échelle planétaire ; ensuite les émetteurs de ces produits comme leurs détenteurs sont les plus grandes banques mondiales. Reprenons ces deux points.

À la veille de la crise de 2007-2008, l'hypertrophie des marchés financiers se mesurait par la place considérable prise par les transactions sur ces fameux produits dérivés, comme le montre clairement le tableau 3 suivant

Tableau 3

A la veille de la crise : l'hypertrophie des marchés financiers

(unité de mesure le T\$, soit le millier de milliards de dollars)

	2007	
<i>Economie financière</i>		
Marché des changes organisés	940,6	Commerce mondial : 16,3 T\$ (OMC)
Autres marchés dérivés organisés	2 208,0	
Marchés dérivés non organisés (OTC)	147,5	
Marchés financiers (actions, obligations)	128,1	
<i>Economie réelle</i>		
PIB mondial	54,3	
<i>Transactions totales</i>	3 478,5	

Source : F. Morin, extrait d' *Un Monde Sans Wall Street*, p.30

Ainsi, le poids des transactions financières représentait-il à la veille de crise plus de 60 fois celui des transactions de l'économie réelle (PIB mondial). La source de ce déséquilibre ? Elle provient essentiellement de la place prise par les transactions sur produits dérivés. Que sont alors ces produits, d'où viennent-ils ?

Trois étapes ont jalonnées l'émergence de l'industrie financière de ces produits, si particulière :

- à partir de 1971, la libéralisation du marché des changes ; en raison de taux de change qui deviennent des prix de marché, ces taux désormais variables engendrent des risques pour les entreprises ; elles vont devoir se couvrir grâce à des produits financiers dérivés (des contrats à terme, par exemple) ;
- à partir des années 80, la libéralisation à son tour du marché des obligations ; là aussi, en raison de taux d'intérêt qui deviennent également des prix de marché, ces taux variables nécessitent pour les entreprises de se couvrir grâce à des produits financiers dérivés (exemple, des contrats swaps qui permettent l'échange de taux variables contre des taux fixes) ;

- libéralisation enfin des marchés de capitaux au milieu des années 1990 qui devient globaux à l'échelle planétaire.

L'apparition de ces produits dérivés est ainsi directement liée à la création d'une immense industrie financière de couverture de risques dont l'extension se poursuit durant les années 1980 et suivantes. Le développement de cette industrie s'accélère brutalement à partir du milieu des années 1990, moment où la globalisation des marchés monétaires et financiers se met en place à l'échelle mondiale, sous l'effet notamment de la dernière grande libéralisation, celle des mouvements de capitaux.

Après les mouvements de déréglementation et de libéralisation du système financier, les plus grandes banques dimensionnent alors leur taille au nouvel espace qui s'offre à elles. Elles deviennent des acteurs globaux, à tel point qu'au plus fort de la crise financière, le G20 de Cannes (début novembre 2011), est amené à reconnaître que parmi les 46 000 banques du monde entier, seules 29 banques possèdent une dimension dite « systémique », celles dont la faillite de l'une d'entre elles peut mettre en péril le système financier international dans son ensemble.

Tableau 4

Au 31 décembre 2011 :

Totaux de bilan des 29 banques systémiques :	46 115 milliards de dollars
Total de l'endettement public mondial :	46 197 milliards de dollars

Calcul de l'auteur

Le tableau ci-dessus montre à l'évidence d'un côté, le poids considérable et la force que représentent dans le monde entier les 29 banques systémiques (le total de bilan d'une banque est en effet un indicateur classique pour mesurer la puissance d'une banque). Mais, d'un autre côté, on peut vérifier l'extrême faiblesse des Etats puisque le montant de l'endettement public mondial atteint, à la même date, un chiffre tout à fait comparable. Puissance des plus grandes banques, faiblesse des Etats, telle est l'observation que l'on doit souligner comme une des caractéristiques majeures de la situation actuelle.

Mais d'où vient cet endettement considérable ? Comme l'indique clairement le tableau 5 suivant, la dette publique mondiale a vu son poids augmenter de façon vertigineuse durant la crise financière.

Tableau 5

**La dette publique mondiale
et son évolution récente**

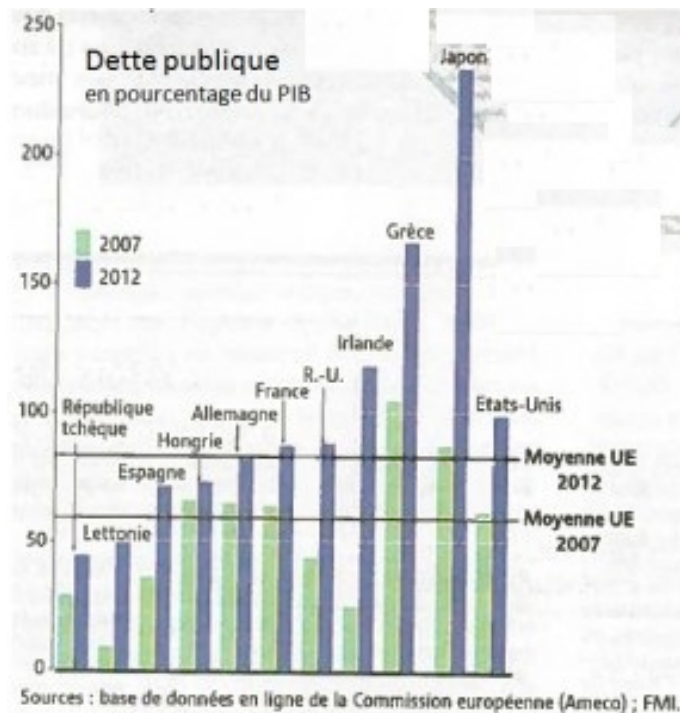
L'endettement public mondial	2003	2007	2011
Total (milliards de dollars)	23 585	29 920	46 115
Augmentation en 4 ans	26,86%		54,67%
Rythme annuel	6,10%		12,10%

Calcul de l'auteur

Durant la période où la crise financière s'est manifestée sous les formes les plus aigues (2007-2011), le rythme d'accroissement de la dette a pratiquement doublé par rapport à une période de référence antérieure (2003—2007). La conclusion est nette. Depuis le déclenchement de la crise, aucun pays développé ne maîtrise réellement l'évolution du ratio dette publique sur PIB, en hausse constante. Il atteint partout actuellement des niveaux très élevés pas seulement dans la zone euro (92,5%), mais aussi en Grande-Bretagne (93,3%), aux Etats-Unis (111,7%), avec un record absolu, au Japon (245%).

L'augmentation de ces ratios est à l'origine de ce qu'il faut bien appeler « le surendettement » actuel des Etats les plus développés. Le tableau ci-dessous l'indique clairement.

Tableau 6



Ainsi, ce ratio, proche de 60% dans l'Union européenne avant la crise, s'est-il considérablement élevé cinq années après pour atteindre près de 90% en 2012 (Tableau 6). C'est ici qu'il faut rappeler que 60% de ce ratio est le second critère du traité de la zone euro qu'il conviendrait de ne pas dépasser, au risque sinon de rendre la dette insoutenable.

Faire croire que l'énormité de la dette publique relèverait pour tel ou tel pays d'une gabegie des finances publiques depuis 30 ou 40 ans est donc proprement inacceptable et scandaleux. Comment en effet expliquer que les grands pays occidentaux soient *tous, aujourd'hui et simultanément*, en situation de surendettement ? Tous des incapables ?

Non, le surendettement des Etats est directement lié à la crise financière de 2007/2008, car il a fallu injecter des fonds publics énormes pour recapitaliser les banques et soutenir l'activité économique. Rappelons ici les raisons de cette augmentation considérable. La commission européenne a évalué à 4505 milliards d'euros le soutien que les Etats de l'Union européenne avaient apporté à leur banques durant la crise. Ce chiffre mesure toutes les aides quelque soit les formes prises : recapitalisation, aides aux fusions ou restructurations, nationalisations, garanties apportées

par les Etats, etc.. La seconde source de l'endettement public se rapporte aux financements multiples engagés par les Etats développés pour soutenir l'activité économique dans leurs pays. Il leur a fallu dépenser, là aussi, des milliers de milliards de dollars et d'euros pour éviter, au plus fort de la crise, un chaos économique encore plus grand.

On peut mesurer aujourd'hui à quel point le surendettement public généré par la crise pèse sur les politiques économiques qui sont menées ici ou là. De fait, pour espérer freiner un peu leur dette, il est impossible aux Etats de compter comme par le passé sur l'inflation ou l'hyperinflation (les banques centrales veillent) ou bien sur des taux de croissance économique élevés (les perspectives en la matière sont toujours aussi faibles même si la situation s'améliore un peu dans quelques pays). Alors la seule voie qui se veut crédible est la suivante : une politique de rigueur budgétaire, suivie si nécessaire par une politique d'austérité (baisses des salaires et des retraites).

En jouant à fond sur la réduction des déficits publics, les gouvernements espèrent ainsi passer à travers les gouttes d'une prochaine crise. Veut-on nous faire croire qu'après la pluie il y aura nécessairement le beau temps ? Ce raisonnement est vain et illusoire, car le mur de la dette se rapproche inexorablement. La logique de ces politiques économiques est donc celle d'une fuite en avant afin de reculer, le plus tard possible, le moment de vérité.

2 - Devant le prochain cataclysme financier : que faire?

Le scénario noir de l'éclatement de la bulle obligataire mondiale est devant nous. La déflagration sera d'autant plus redoutable que cette bulle se caractérise par ce que nous appellerons son « unicité » et que, par conséquent son éclatement sera très probablement à la fois foudroyant et d'une ampleur redoutable.

Cette unicité peut se comprendre à travers plusieurs traits. En premier lieu, par le fait que la globalisation des marchés monétaires et financiers (notamment celle des marchés obligataires secondaires) est totalement réalisée à l'échelle planétaire ; par exemple, une difficulté relative aux finances publiques d'un pays peut avoir des conséquences sur les taux d'intérêt obligataires d'un autre pays (en raison de la supposée corrélation des risques-pays par les marchés financiers). Ensuite, il y a le rôle joué par les CDS (Credit Default Swap) qui sont des assurances contre les défauts de paiement d'une dette obligataire ; ces produits financiers créent des interconnexions « en surplomb » en quelque sorte sur le marché

obligataire ; en effet, par leur déclenchement, ils peuvent entraîner des effets dominos instantanés⁴. En troisième lieu, il faut souligner l'interconnexion permanente des salles de marchés des plus grandes banques entre elles, notamment celle des banques systémiques ; ces salles de marché représentent le cœur des marchés financiers, là où les transactions s'exécutent par centaines à la milliseconde. Il faut enfin ajouter à cette liste la relation de dépendance réciproque des grandes banques des Etats à travers les titres de dette ; dans la plupart des pays développés les banques détiennent une part très significative de la dette souveraine de leur pays ; une grande banque en difficulté peut entraîner une secousse sur les taux d'intérêt de la dette souveraine ; inversement des taux d'intérêt qui se tendent sur le marché obligataire de la dette souveraine peuvent affecter gravement le bilan des banques du pays.

Dans ces conditions, il est facile de comprendre que la moindre étincelle peut être à l'origine de l'éclatement de la bulle mondiale des dettes souveraines. Mentionnons quelques uns des facteurs qui pourraient être à l'origine d'un nouveau cataclysme financier : le défaut de paiement d'un grand Etat (soit sur des intérêts qui ne seraient pas versés, soit sur le non-remboursement d'une dette arrivant à échéance) ; la faillite d'une grande banque systémique, à l'image de ce qui s'est passé avec Lehman Brothers en 2008 ; un phénomène de *bankrun* (course des épargnants aux guichets des banques pour retirer leurs dépôts) comme cela a pu s'amorcer encore récemment lors de la crise bancaire de Chypre. Ajoutons enfin que si le processus déflationniste devait gagner l'Europe, on aurait, là encore, un facteur d'aggravation de la dette, et par conséquent un risque supplémentaire de la faire exploser.

Actuellement, les problèmes très récents d'écroulement des taux de change de certains pays émergents dus à une possibilité d'augmentation des taux d'intérêt de la banque centrale américaine montre, là aussi, l'extrême instabilité du système monétaire et financier mondial et le risque de son écroulement..

Bien qu'elle ne soit pas prévisible dans le temps, la prochaine crise financière semble cependant inéluctable. Dans son aspect financier, elle sera probablement de courte durée, mais d'une intensité considérable. La suite logique est, elle, malheureusement trop prévisible :

- blocage complet des marchés monétaires

⁴ On a eu un avant goût de ce processus avec la faillite de Lehmann Brothers ; les CDS sur sa dette ont été déclenchés et AIG, qui avait émis ces CDS, a dû déboursier 150 milliards USD, somme qu'il n'avait pas et qu'a fourni le gouvernement américain. Aujourd'hui, les Etats sont exsangue, et il est donc très peu probable qu'un tel scénario se reproduise.

- « *crédit crunch* » : les banques ne veulent plus se prêter entre elles
- chute brutale de la croissance économique
- développement d'un chômage de masse

Cette période dont la durée est difficilement prévisible sera redoutable sur les plans sociaux et politiques, car les États sont exsangues ; ils fermeront leurs frontières, et nationaliseront leurs systèmes bancaires. Cette nationalisation aura toutefois l'avantage d'effacer une grande partie des dettes des États, celles qui sont, comme on l'a dit, essentiellement détenues par les banques.

Peut-on éviter le scénario du pire ?

Sous des formes parfois assez différentes, plusieurs économistes reprennent l'idée d'un effacement partiel de la dette. Les uns souhaiteraient contraindre les créanciers à accepter sa restructuration plus ou moins négociée ; d'autres prônent l'effacement autoritaire d'une partie de la dette en raison de l'illégitimité des pratiques spéculatives qui l'auraient générée, selon eux. Enfin, certains évoquent une sortie unilatérale de l'euro afin de bénéficier d'une dette dévaluée dès lors qu'elle serait convertie dans la nouvelle monnaie. Mais, les uns et les autres ne voient pas à quel point le système monétaire et financier mondial serait instantanément ébranlé par l'une ou l'autre de ces solutions et serait conduit à un cataclysme d'une grandeur inégalée.

Rappelons-nous en effet comment les marchés financiers ont été tétanisés par la crise grecque ou encore par la dernière crise ouverte de la zone euro, celle de Chypre dont le pays ne représentait pourtant que 0,2% du PIB européen. Dans ces conditions, un effacement même partiel de la dette d'un grand pays (par exemple, l'Italie, l'Espagne ou même la France) entraînerait donc, ipso facto, une crise bancaire sans précédent. Par effet domino, les banques systémiques du monde entier auraient toute chance de s'écrouler, pour deux raisons que nous avons déjà examinées : la corrélation qui lie ensemble les plus grandes banques et les États à travers les titres de dette d'une part, et le déclenchement de produits financiers d'assurance extrêmement toxiques en cas de crise, à savoir les CDS (Credit Default Swap), d'autre part ; ces derniers provoqueront une accélération foudroyante de la crise.

Ces solutions, tout comme la conduite actuelle des politiques publiques menées notamment en Europe nous précipitent donc directement dans le scénario noir d'un nouveau cataclysme financier. Or, personne ne peut souhaiter un tel chaos économique et financier tant les effets en seraient incalculables sur les plans politiques et sociaux, surtout face à des États

devenus aujourd'hui exsangues. Pour imaginer une sortie de crise crédible, il nous faut revenir au point de départ : la dette et l'origine du surendettement des Etats. S'attaquer réellement aux causes de la crise financière est la seule voie pour permettre de stabiliser le système de financement de l'économie mondiale.

Il faudrait ici ouvrir une nouvelle page sur les réformes qui ont été accomplies récemment en matière de régulation financière et souligner leur impuissance à enrayer véritablement les dérives des marchés financiers et de leurs principaux acteurs. Leur limite se vérifie malheureusement chaque jour à travers la multiplication croissante des scandales financiers (Libor, marché des changes, etc.).

D'une façon générale, le silence sur la situation des dettes souveraines est l'indice évident que le vrai débat n'a pas été encore ouvert. Pour engager celui-ci, posons le vrai problème, celui de l'instabilité systémique actuelle qui plonge ses racines dans les abandons de souveraineté des Etats en matière monétaire.

Un scénario de sortie par le haut doit être possible en recherchant d'abord une nouvelle stabilité financière. La première étape serait de promouvoir une véritable taxation des opérations financières. Celle-ci devrait s'appliquer non seulement aux marchés financiers (actions, obligations et produits dérivés), comme la législation européenne est en train de la concevoir actuellement, bien timidement. Mais surtout, il faudrait taxer les transactions du marché des changes, comme l'économiste Tobin le proposait. Sur ce point, l'opposition de la City comme celle de Wall Street est totale.

Une autre mesure s'attacherait à exiger une véritable séparation des banques de dépôts et des banques d'investissement. Les législations américaine et britannique ont fait un pas dans cette direction. En Europe, le débat est lancé tout en n'étant pas actuellement tranché. Mais, en la matière, aucun pays n'a prévu ou ne prévoit une séparation patrimoniale stricte des banques, comme l'avait fait par exemple Roosevelt en 1933 avec le Glass Steagall Act. Les plus grandes banques, organisées en oligopole à l'échelle mondiale, ont su jusqu'à présent déjouer ces réformes et préserver ainsi leurs intérêts !

Une mesure souvent évoquée est la suppression des produits dérivés comme par exemple les CDS, qui sont, on l'a vu, des produits extrêmement toxiques en cas de crise financière. Mais, là encore, le lobby bancaire a eu raison de toutes les réformes envisagées en la matière. L'argument avancé est d'affirmer que leur suppression renchérirait automatiquement les taux

d'intérêt puisqu'il ne serait plus possible de se couvrir contre le risque de défaut des dettes. On oublie évidemment de dire que ces produits, au delà de la couverture qu'il confère à leurs détenteurs, sont aussi des produits spéculatifs. Ils font en effet l'objet eux-mêmes d'échanges importants, à tel point que c'est bien souvent le marché des CDS (produits dérivés) qui détermine parfois celui des taux d'intérêt (produits sous-jacents). Voilà une inversion bien pernicieuse et dangereuse !

Mais le point le plus important serait de promouvoir une nouvelle stabilité monétaire. Les abandons de souveraineté monétaire ont été beaucoup trop loin et depuis trop longtemps. Laisser aux seules forces du marché la formation des taux de change et des taux d'intérêt aboutit non seulement à avoir propulsé une industrie financière génératrice de crises, mais aussi à produire de très graves dérives, notamment à travers des abus de position dominante d'un oligopole bancaire sur les marchés de ces deux variables fondamentales. Autre point qu'il convient de souligner : peut-on encore admettre que la quasi-totalité de la création monétaire soit d'origine privée ? La conséquence est évidente : il faut revenir sur la libéralisation de la sphère financière en jetant notamment la perspective d'une monnaie commune à l'échelle internationale.

Avec cette monnaie considérée comme un bien commun de l'humanité (et non comme une monnaie unique), le nouveau système monétaire international permettra aux Etats de retrouver l'essentiel de leur souveraineté monétaire. Les parités entre monnaies seront fixes, ajustables si nécessaire, non par le marché, mais par des Etats de nouveau souverains. Ce système est très proche de celui qu'avait proposé Keynes en 1944, au moment des accords de Bretton-Woods, avec la création du « bancor », monnaie commune internationale.

Aller vers un tel système prendra nécessairement beaucoup de temps. Avec sa mise en place progressive, la spéculation perdra de sa vigueur pour être réduite à peu de chose au terme du processus. La principale difficulté est celle d'une communauté internationale suffisamment rassemblée consciente de son intérêt pour mettre en place cette réforme du système monétaire international. Mais, le temps presse, car l'instabilité systémique s'accroît dangereusement au risque maintenant d'une nouvelle crise majeure. Nous sommes dans un état d'urgence, mais pour le proclamer encore faudrait-il que nos responsables politiques aient le courage de la vérité.